

北京利尔 (002392.SZ) 买入(首次评级)

公司深度研究

市场价格(人民币): 5.88元

目标价格(人民币): 8.80元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	11.90
已上市流通A股(亿股)	8.32
总市值(亿元)	70.00
年内股价最高最低(元)	6.50/5.26
沪深300指数	4592
中小板综	12077
人民币(元)	成交金额(百万元)
6.49	500
6.03	400
5.57	300
5.11	200
4.65	100
4.19	0
3.73	
3.27	
190930 191231 200331 200630	
■ 成交金额 ■ 北京利尔 ■ 沪深300	

“利”剑出鞘，卓“尔”不凡**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,197	3,742	4,591	5,346	6,212
营业收入增长率	39.74%	17.06%	22.68%	16.43%	16.21%
归母净利润(百万元)	333	416	510	595	701
归母净利润增长率	102.66%	24.87%	22.64%	16.59%	17.85%
摊薄每股收益(元)	0.280	0.349	0.428	0.500	0.589
每股经营性现金流净额	-0.03	0.38	0.22	0.38	0.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.68%	10.93%	12.03%	12.30%	12.66%
P/E	21.02	16.83	13.72	11.77	9.99
P/B	2.04	1.84	1.65	1.45	1.26

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 国内耐材龙头，业绩稳健增长。公司拥有洛阳利尔、上海利尔、马鞍山利尔、日照利尔等六大生产基地，耐火材料产能65万吨/年，规划及在建产能10万吨/年。公司实际控制人为赵继增，多名高管出自洛阳耐火材料研究院。伴随业务规模的不断拓展，公司收入和利润呈现逐年上升趋势。20年上半年公司克服疫情影响，收入增速27%、利润增速15%。
- 行业集中度拐点出现，独立耐材企业受益。工信部要求20年末国内前十大耐材企业集中度45%，19年末前十大企业集中度仅为15%。19年中国耐材产量2431万吨，产量与十年前相当，行业收入规模2069亿元，收入和利润均出现下滑，集中度提升迫在眉睫。随着中建材和中国宝武耐材业务的整合以及钢铁行业兼并重组，独立耐材企业凭借成本和技术优势有望受益。
- 头部企业受钢铁行业景气周期影响有限。虽然我国钢铁产量大幅增长的阶段已经过去，但是头部耐火材料企业受钢铁行业下行有限，原因主要有两个方面：1、钢铁行业景气度的下行将带来自身集中度的提升，而头部耐火材料企业客户通常为大中型钢企，市场份额会随着头部钢企市占率提升而增加；2、由于上游原材料供给充足，在整体承包模式下，耐火材料企业可通过对全产业链的成本把控，减轻成本压力。
- 成长属性显现，潜力释放可期。公司是耐材行业整包模式的创立者之一，19年整包模式收入占比81%，整包模式毛利率高于直销模式2个百分点。公司产业链完善，菱镁矿资源可以保证100%原料自给。公司管理层换届完成，公司治理持续改善，未来扩张意愿强烈。随着日照项目和伊川项目的建设，未来有望实现产销量100万吨的目标。公司借助现有钢厂渠道优势拓展钼铁业务，上游环节打通后，2万吨钼铁项目有望成为公司新的利润增长点。

投资建议与估值

- 预计公司20-22年EPS 0.43元/0.5元/0.59元。我们采用市盈率相对估值法，按照21年EPS 0.5元计算，给予公司未来6-12个月8.8元(17.6X)的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 经济下行；原料价格波动；应收账款风险；环保、安全等不确定因素；汇率波动。

丁士涛 分析师SAC执业编号:S1130520030002
 dingshitao@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

- 1) 耐火材料和钼铁销量：预计 2020-2022 年公司耐火材料销量增速 10%/10%/10%；预计 2020-2022 年公司钼铁销量 1 万吨/1.5 万吨/2 万吨。
- 2) 耐火材料和钼铁价格：预计 2020-2022 年公司耐火材料销售价格变动-1%/-1%/1%；预计 2020-2022 年公司钼铁售价（含税）10/10/10 万元。
- 3) 耐火材料成本：受原材料价格下跌影响，预计 2020-2022 年公司耐火材料单位直接材料成本变动-1%/-2%/-2%，单位直接人工成本变动 2%/0%/0%，单位燃料动力和单位制造费用保持不变。
- 4) 钼铁产品毛利率：随着 2020 年底钼精矿-氧化钼环节的打通，预计 2020-2022 年钼铁业务毛利率为 0.5%/5.2%/5.2%。
- 5) 销售费用率：我们假设 20-22 年公司销售费用率 6%/6%/6%。

■ 我们区别于市场的观点

市场认为耐火材料的主要下游是钢铁行业，钢铁行业盈利下滑对耐火材料企业盈利产生负面影响。

我们认为，钢铁行业盈利的下滑对耐火材料企业盈利影响有限。钢铁行业盈利下滑不代表钢铁产量的下滑，目前我国正在经历钢铁产量增长而钢铁行业盈利下滑的阶段。2019 年北京利尔收入增速 17%、利润增速 25%，濮耐股份收入增速 6%、利润增速 14%，并未受到钢铁行业盈利下滑的影响。

在钢铁行业盈利下滑的背景下，钢厂在成本压力下，倾向于将耐材业务外包给独立耐材企业，有利于耐材企业业务规模的提升。整包模式不同于传统的直销模式，耐材企业可以通过技术创新来降低成本以达到利润提升的目的。同时，耐火材料是典型的资源依赖性行业，直接材料成本占比约 80%，菱镁矿和铝土矿是主要的原材料构成。由于两种原材料供给充分，价格长期趋势向下，将有利于耐材企业降低生产成本以实现盈利能力的提升。

参照地产集采模式，碧桂园参与蒙娜丽莎定增，欧普照明等参与认购保碧赋能基金。在本轮行业集中度提升的过程中，民营耐材企业可以通过与民营钢厂成立合资公司或者引入民营钢厂作为战投，实现与下游钢厂的共同成长。

■ 股价上涨的催化因素

- 1) 疫情好转后全球经济恢复，基建项目大量启动
- 2) 公司外延扩张项目落地，市占率持续提升

■ 估值和目标价格

我们选取海外市场最大的耐材企业 RHI M 作为可比公司，RHI M 的市盈率 (TTM) 为 17.6 倍。未来随着公司产能扩张和市占率的提升，公司估值水平有望达到 RHI M 17.6 倍 PE 水平。预计公司 2020-2022 年 EPS 0.43 元/0.5 元/0.59 元。我们采用市盈率相对估值法，按照 2021 年 EPS 0.5 元计算，给予公司未来 6-12 个月 8.8 元 (17.6X) 的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

直接材料在耐材生产成本中占比约 80%，如果再次出现类似于 2017 年的环保和安全生产管控，菱镁矿、铝土矿价格可能再次出现大幅上涨，影响盈利能力。

内容目录

投资要件	2
1. 耐火材料领军者，业绩稳健增长	5
1.1 深耕行业二十年	5
1.2 耐火材料整体承包为主业，经营情况逐年向好	5
2. 行业集中度有望提升，独立耐材企业优势明显	7
2.1 下游需求以钢铁行业为主	7
2.2 行业告别快速发展期，集中度较低问题突出	7
2.3 多方因素推动，行业集中度有望提升	8
2.4 钢铁行业兼并重组将倒逼耐火材料行业整合	11
2.5 环保高压将加速耐材行业低端产能出清	12
3. 头部耐材企业受钢铁行业景气度变化影响有限	12
3.1 整包模式抵御周期波动	12
3.2 原材料价格下行减轻耐材企业成本压力	13
3.3 耐材企业利润与钢铁行业盈利相关性弱	14
4. 成长属性显现，潜力释放可期	15
4.1 整体承包和全产业链构成公司两大护城河	15
4.2 扩张条件成熟，已然蓄势待发	16
4.3 技术实力雄厚，持续加大投入	17
4.4 探索新的利润增长点，且成效显著	18
5. 盈利预测与投资建议	19
5.1 盈利预测	19
5.2 投资建议与估值	20
6. 风险提示	20

图表目录

图表 1：赵继增为实际控制人	5
图表 2：公司主导产品为耐火材料和冶金炉料	5
图表 3：公司营业收入稳定增长	6
图表 4：2015 年是公司上市后首次亏损	6
图表 5：公司毛利率和净利率相对稳定	6
图表 6：其他主营业务拉低整体毛利率水平	6
图表 7：被钢水侵蚀后的耐火砖	7
图表 8：直接材料是主要的成本构成	7
图表 9：钢铁是耐火材料主要的下游消费领域	7
图表 10：中国耐火材料产量进入低速增长阶段	8
图表 11：我国耐火材料生产企业可分为四大类	8
图表 12：政策鼓励行业集中度提升	9

图表 13: 独立耐材企业盈利能力更强.....	10
图表 14: 瑞泰科技的应收款周转率最高.....	10
图表 15: 全球第一和第三大耐材企业重组前业务情况.....	10
图表 16: 整合后的 RHI M 盈利能力大幅提升.....	11
图表 17: 钢铁产量快速增长时代过去.....	12
图表 18: 中国钢铁行业集中度偏低.....	12
图表 19: 河南是中国最大的耐火材料省份.....	12
图表 20: 耐材主产区均处于环境敏感的京津冀周边.....	12
图表 21: 整体承包模式下企业收入与耐材销量关联度降低.....	13
图表 22: 正在现场进行更换耐材的钢包.....	13
图表 23: 不同位置的耐材与钢水的接触面积存在差异.....	13
图表 24: 全球菱镁矿资源储量丰富.....	14
图表 25: 全球铝土矿资源储量丰富.....	14
图表 26: 镁砂价格持续回落.....	14
图表 27: 氧化铝价格短期反弹不改下降趋势.....	14
图表 28: 耐材企业收入与钢材产量有一定相关性.....	15
图表 29: 耐材企业利润与钢铁行业盈利相关性弱.....	15
图表 30: 吨钢耐材消耗量持续减少.....	15
图表 31: 钢铁行业盈利能力下滑.....	15
图表 32: 铜铁收入占比提升导致整包收入占比回落.....	16
图表 33: 钢铁行业生产流程包括多个工段.....	17
图表 34: 北京利尔净利率最高.....	17
图表 35: 北京利尔负债率最低.....	17
图表 36: 近两年研发费用支出明显提升.....	18
图表 37: 2019 年研发人员大幅增长.....	18
图表 38: 铜精矿价格止跌回升.....	19
图表 39: 铜铁价格止跌回升.....	19
图表 40: 疫情导致非中国粗钢产量下滑.....	19
图表 41: 海外业务毛利率高于国内业务.....	19
图表 42: 未来三年公司主要假设参数.....	20

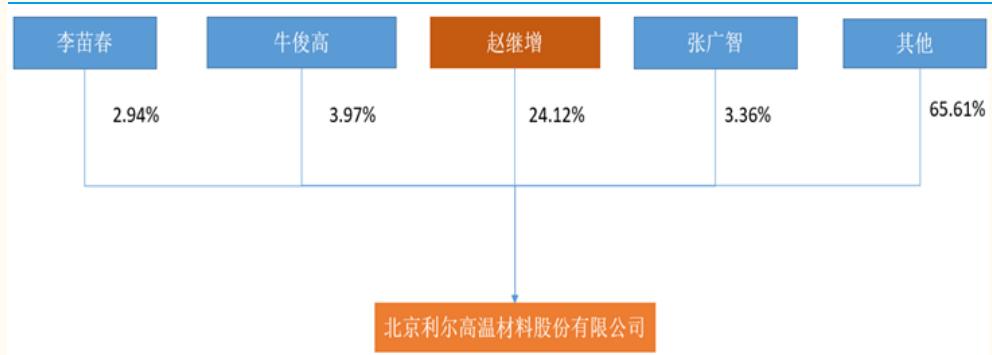
1. 耐火材料领军者，业绩稳健增长

1.1 深耕行业二十年

公司前身为“北京利尔耐火材料有限公司”，是2000年11月由冶金工业部洛阳耐火材料研究院与赵继增等20名自然人共同出资组建。公司目前已成为国内大型钢铁工业用耐火材料整体承包商，同时也是产品品种最全、整体承包范围最广的大型耐火材料制造商之一。

截至2020年6月30日，公司总股本为11.9亿股，其中流通A股为8.32亿股，占比69.92%。董事长赵继增先生持有公司24.12%的股份，为公司控股股东及实际控制人。赵继增先生为享受国务院政府特殊津贴专家，历任冶金工业部洛阳耐火材料研究院常务副院长，中国金属学会耐火材料分会秘书长。在公司前十大股东中，常务副董事长牛俊高先生、董事汪正峰先生均出自洛阳耐火材料研究院，专业的高管团队推动公司技术进步。

图表1：赵继增为实际控制人



来源：公司年报，国金证券研究所

1.2 耐火材料整体承包为主业，经营情况逐年向好

公司主营业务为钢铁、有色、石化、建材等工业用高温材料及冶金炉料辅料的整体承包业务，并是国内钢铁用耐火材料整体承包经营模式的首创者之一。

公司的主导产品为耐火材料及冶金炉料，包括不定形耐火材料、机压定型耐火材料、预制型耐火材料、功能性耐火材料、陶瓷纤维及制品、高纯氧化物烧成制品、耐火原料、冶金炉料等八大系列近300个品种。整体承包过程中所需的大部分产品公司均可自行生产。截至2019年底，公司耐火材料有效产能为65万吨/年，综合产能利用率为70.77%；规划及在建产能10万吨/年，其中置换落后产能3万吨/年。

图表2：公司主导产品为耐火材料和冶金炉料

产品类型	产品类别	主要用途及特点
耐火材料	不定型耐火材料	具有一定粒度级配的耐火骨料和粉料、结合剂、外加剂混合而成的耐火材料，又称散状耐火材料。用于热工设备衬里，利用模具现场施工，不经烧成工序，直接烘烤后使用。主要有浇注料、捣打料、干式料、可塑料、喷射料、火泥等。
	定型耐火材料	耐火预制件：利用散状耐火材料，在耐火材料生产企业，根据热工设备结构特点，预先浇注或捣打成一定形状，并经过烘烤，然后运送至用户现场装配施工，不经烘烤直接使用的耐火材料制品。 机压定型耐火制品：将一定粒度配比的耐火颗粒料、粉料和结合剂经混练、压制成具有一定形状的坯体，并经低温处理或高温烧结而成的耐火材料制品。
	功能性耐火材料	除具有传统耐火材料耐高温作用外，还具有某些特殊功能（如控制钢流、防止钢水氧化、净化钢液等）的耐火材料，如滑板、水口、连铸三大件、透气砖等。
冶金炉料	钼铁合金	主要用作炼钢的合金添加剂，在炼钢中作为钼元素的加入剂，钼同其他合金元素配合在一起广泛地应用于生产不锈钢、耐热钢、耐酸钢和工具钢，以及具有特殊物理性能的合金。

来源：公司年报，国金证券研究所

公司拥有北京利尔、洛阳利尔、上海利尔、马鞍山利尔、日照利尔和辽宁中兴等六大生产基地。2020年之前，公司产品披露口径分为不定型耐火材料、定型耐火材料、功能性耐火材料和其他。由于整体承包模式下难以区分每种耐材的销量，因此2020年上半年报起，公司产品口径调整为耐火材料整体承包、耐火材料直销和其他直销。2020年上半年，公司实现营业收入20.92亿元，其中：耐火材料整体承包业务14.83亿元，占比70.89%；耐火材料直销业务2.91亿元，占比13.91%；其他直销（包含钼铁合金）3.18亿元，占比15.2%。

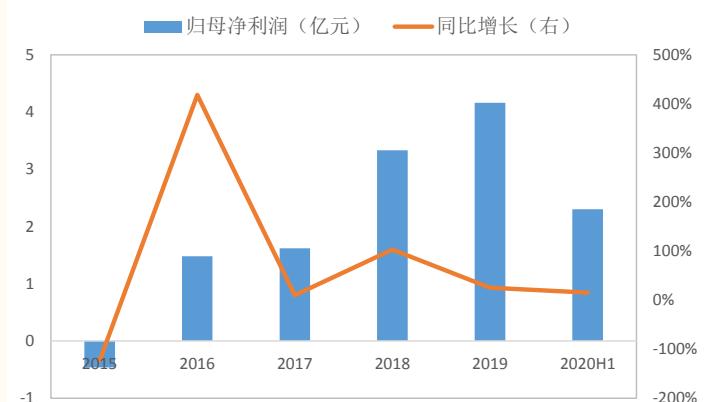
伴随业务规模的不断拓展，公司收入和利润整体呈逐年上升趋势。2019年，公司实现营业收入37.42亿元，同比增长17.06%；实现归母净利润4.16亿元，同比增长24.87%。2020年上半年，公司实现营业收入20.92亿元，同比增长27.09%；实现归母净利润2.3亿元，同比增长15.32%。

图表3：公司营业收入稳定增长



来源：Wind，国金证券研究所

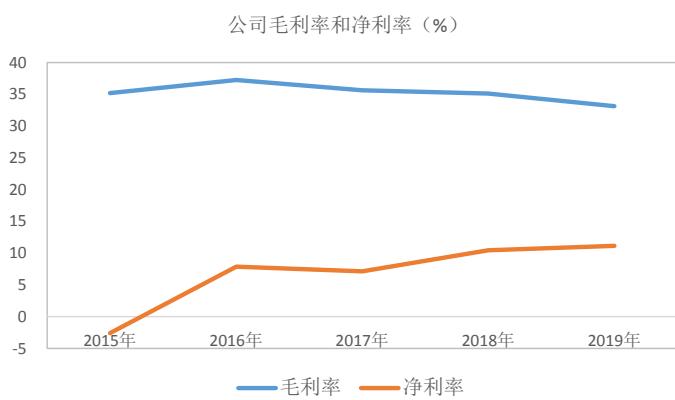
图表4：2015年是公司上市后首次亏损



来源：Wind，国金证券研究所

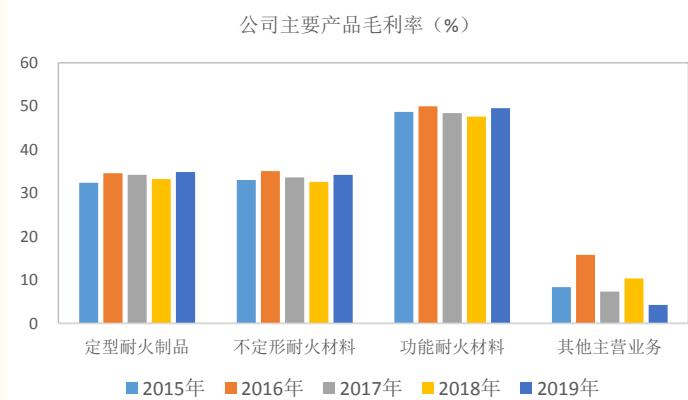
2015是公司上市后的首次亏损，亏损的原因主要与计提坏账减值及其他一次性减值有关。2015年后，公司耐火材料相关业务毛利率保持稳定，净利率则逐步提升，整体盈利能力保持较高水平。2019年，公司销售毛利率为33.15%，同比下降1.97个百分点，主要由于新投产项目钼铁合金收入增加、毛利率相对较低有关，而不定型、定型、功能性耐火材料毛利率均有所提升。此外，受益于财务费用率的下降以及信用减值损失的冲回，2019年公司销售净利率为11.15%，同比增长0.71个百分点。

图表5：公司毛利率和净利率相对稳定



来源：Wind，国金证券研究所

图表6：其他主营业务拉低整体毛利率水平



来源：Wind，国金证券研究所

2. 行业集中度有望提升，独立耐材企业优势明显

2.1 下游需求以钢铁行业为主

耐火材料一般指耐火度在 1580°C 以上，能够承受各种物理、化学变化和机械作用的无机非金属材料，广泛应用于钢铁、建材、有色金属、化工、机械、电力等高温工业，是各种高温热工窑炉和装备不可或缺的基础材料。

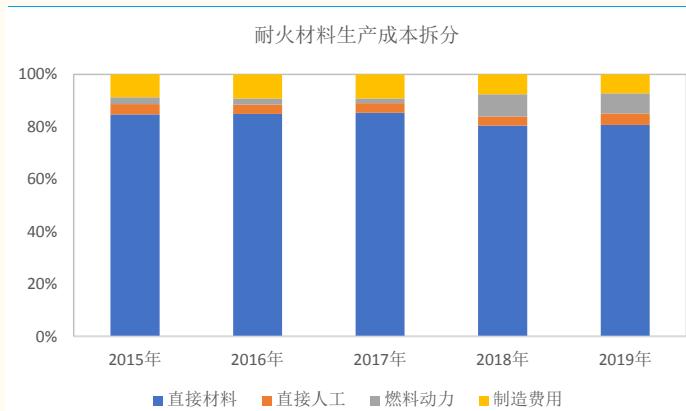
耐火材料行业是典型的资源依赖型产业，直接材料在生产成本中占比约 80%，上游主要是耐火原料加工制造业。耐火原料可分天然原料与合成原料两大类，天然原料包括：由铝矾土、菱镁矿、石墨等矿物原料加工制成的镁砂、高铝料、刚玉等，合成原料主要包括：莫来石、尖晶石等。此外，镁元素还可以从海水或盐湖卤水获取，但是由于成本过高，镁砂仍以菱镁矿为主要原料。

图表 7：被钢水侵蚀后的耐火砖



来源：邯钢总包项目现场，国金证券研究所

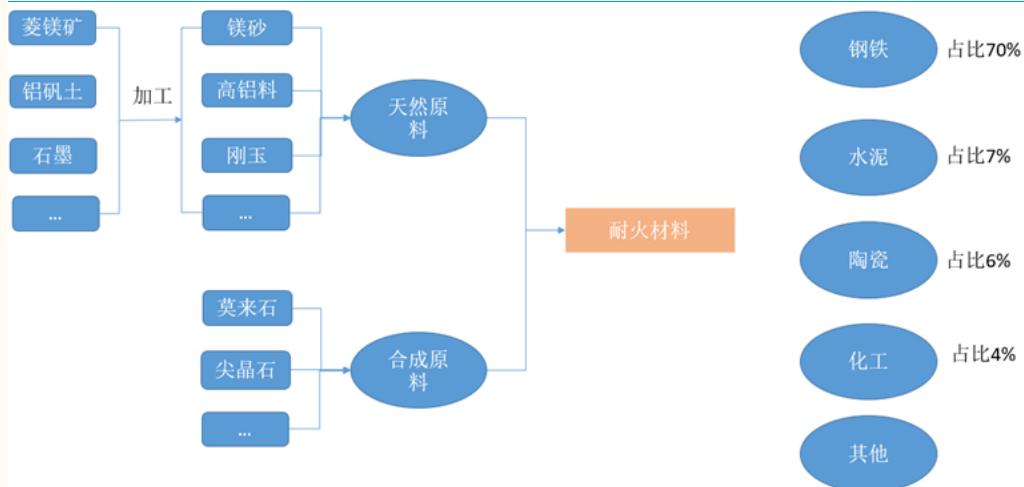
图表 8：直接材料是主要的成本构成



来源：北京利尔年报，国金证券研究所

钢铁行业是耐火材料最主要的下游消费领域，需求占比达到 70%，其次是水泥、陶瓷、化工等行业，需求占比分别为 7%、6% 和 4%。由此可以看出，作为耐火材料的最大消耗行业，钢铁行业对耐火材料行业的发展影响大。

图表 9：钢铁是耐火材料主要的下游消费领域



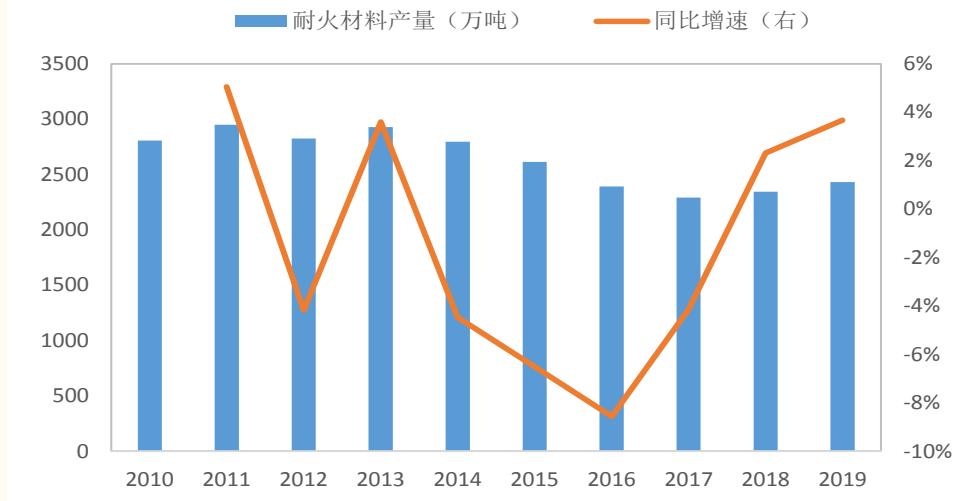
来源：北京利尔招股说明书，国金证券研究所

2.2 行业告别快速发展期，集中度较低问题突出

21 世纪前十年，在下游钢铁、水泥、玻璃等高温工业需求的拉动下，我国耐火材料工业进入快速发展期。2001 年我国耐火材料制品产量仅为 486 万吨，2010 年增长至 2808 万吨，十年间复合增长率高达 24.51%。

2011 年以来，随着下游需求稳定，我国耐火材料行业逐渐告别快速扩张阶段，产量进入平台期。根据中国耐火材料行业协会数据显示，2019 年我国耐火材料产量 2430.75 万吨，同比增长 3.65%，与十年前规模相当。我国已经成为全球耐火材料的生产和出口大国，产销量稳居全球首位。

图表 10：中国耐火材料产量进入低速增长阶段



来源：Wind，国金证券研究所

由于耐火材料行业进入门槛相对较低，在行业快速发展时期，涌入了较多中小企业。但随着下游需求增长放缓，行业开始逐渐供需失衡，呈现产能过剩的局面。此外，此前粗放式的增长导致行业集中度较低，企业间竞争激烈，行业整体盈利承压。2019 年，全行业耐火制品、耐火原料及相关服务企业总家数为 1958 家，主营业务收入为 2069.2 亿元、同比下降 3.0%，利润总额为 128 亿元、同比下降 17.5%。其中，耐火材料主营业务收入超过 10 亿元的生产企业有 16 家，前 10 家企业市场占有率为 15% 左右，行业集中度偏低。

图表 11：我国耐火材料生产企业可分为四大类

类别	代表企业
技术实力雄厚，产品品种多样化，市场覆盖面广，以高技术含量和高附加值产品深加工为主的企业，成长性良好	北京利尔、濮耐股份、鲁阳节能、瑞泰科技等上市公司
依托矿山资源，以原料为基础，逐步扩大为原料及耐火材料制品生产企业	营口青花、海城后英、山西西小坪等
大型钢铁企业附属耐火材料企业，主要凭借母公司资源	武钢耐材、太钢耐火等
技术力量薄弱，缺乏资源储备，生产规模较小，竞争力较弱的中小企业	国内众多中小型耐火材料生产企业

来源：北京利尔招股说明书，国金证券研究所

2.3 多方因素推动，行业集中度有望提升

■ 相关政策出台引导行业集中度提升

参照政策规划目标，目前国内耐火材料行业集中度具备较大提升空间。2013 年，工业和信息化部发布《促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》，指出：到 2020 年前十家企业的产业集中度提高到 45%，并提出了推进联合重组、优化产业布局、强化节能消耗、严格环境管理、发展高端产品、鼓励技术创新、淘汰落后的窑炉生产产能、加强安全生产等八项任务。中国耐火材料行业协会在《中国耐火材料行业“十三五”规划》中也提出：耐火材料行业到 2020 年实现行业前 10 家企业集中度达到 45% 的规划。由于目前行业集中度偏低，2020 年末实现集中度目标的难度较大。

国家相关部门在淘汰落后产能、提升行业进入门槛等方面进行政策引导和规范要求，推动行业集中度上行。《工业和信息化部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》中，明确提出要逐步提高行业准入门槛，加快淘汰能效低、污染重、隐患多的落后产能，并及时制修订耐火材料行业准入条件，规范行业准入。工信部分别在2018年1月4日和2019年9月4日公布了两批符合耐火材料行业规范条件的生产线名单，合计72条，起到较好示范作用。2020年1月，发改委发布施行的《产业结构调整指导目录(2019年本)》对耐火材料行业鼓励类、限制类、淘汰类做了详细的说明，含铬质耐火材料列入限制类名录、燃煤倒焰窑耐火材料及原料制品生产线列入淘汰名录。

图表 12：政策鼓励行业集中度提升

时间	部门	政策	内容
2013年	工信部	《促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》	提高产业集中度。到2015年，形成2~3家具有国际竞争力的企业，创建若干个新型工业化产业基地，前10家企业产业集中度达到25%。到2020年，前10家企业产业集中度提高到45%。 提高资源综合利用水平和保障能力。到2015年，高端耐火材料基本自给，菱镁矿石资源综合利用率不低于90%，耐火粘土矿石资源综合利用率不低于80%。到2020年，两种矿石资源综合利用率分别高于95%和90%。 逐步提高行业准入门槛，加快淘汰能效低、污染重、隐患多的落后产能。依据耐火材料产业发展态势，及时制修订耐火材料行业准入条件，规范行业准入。
2015年	中国耐火材料行业协会	《中国耐火材料行业“十三五”规划》	耐火材料行业到2020年实现行业前10家企业集中度达到45%
2016年	工信部	《建材工业发展规划（2016-2020年）》	耐火材料行业将推广无铬耐火材料、耐烧蚀与隔热保温一体化、结构功能一体化的长寿命新型耐火材料、微孔结构高效隔热材料、不定形耐火材料，鼓励高性能耐火材料的生产发展。
2019年	发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	鼓励类：焦炉、高炉、热风炉用长寿命节能环保耐火材料生产工艺；精炼钢用低碳、无碳耐火材料、保温材料和高效连铸用功能环保性耐火材料生产工艺。 限制类：含铬质耐火材料。 淘汰类：燃煤倒焰窑耐火材料及原料制品生产线。

来源：政府网站，国金证券研究所

■ 中国建材和中国宝武的耐材企业重组宣告耐材行业整合启动

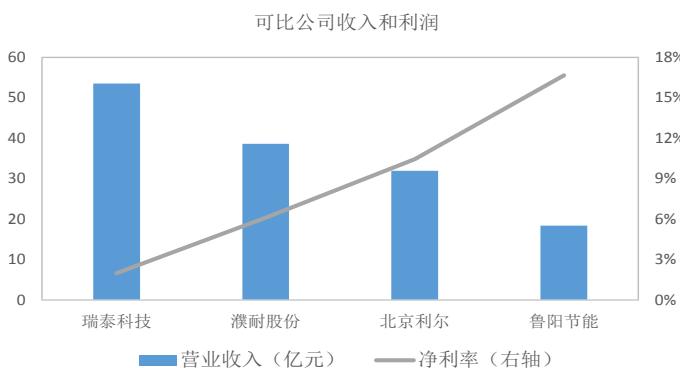
2020年8月，瑞泰科技发布公告，拟以发行股份的方式购买武钢集团持有的武汉耐材100%股权及马钢集团持有的瑞泰马钢40%股权。本次发行股份购买资产完成后，武汉耐材及瑞泰马钢将成为瑞泰科技的全资子公司，而瑞泰科技实际控制人从中国建材变更为中国宝武。

本次重组符合央企提升行业集中度的一贯做法，如：2010年之前，中国铝业收购全国范围内的铝厂实现电解铝和氧化铝行业集中度提升；2015年前后，中国建材收购全国范围内的水泥企业实现水泥行业集中度的提升。2019年，瑞泰科技营业收入为39亿元，武汉耐材营业收入为11.74亿元。重组完成后，瑞泰科技将成为中国第一、世界第三大耐火材料生产企业，行业集中度将出现提升，标志着我国耐火材料行业整合序幕的启动。

通过分析发现，与独立的耐材企业对比，附属耐材企业的盈利能力偏弱。瑞泰科技属于中国建材附属专注于水泥和玻璃耐火材料的企业，武汉耐材属于武钢附属专注于钢铁耐火材料的企业，均属于建材和钢铁企业的“副业”，盈利能力偏弱。由于武汉耐材在2019年一次性计提大额费用，我们选取2018年财务数据进行对比。三家独立耐材企业，鲁阳节能（产品结构与北京利尔、濮耐股份、瑞泰科技略有不同）净利率最高16.67%、北京利尔净利率10.45%、濮耐股份净利率6.11%，附属企业武汉耐材净利率2.36%、马钢耐材净利率2.33%、瑞泰科技净利率1.88%，盈利能力悬殊明显。

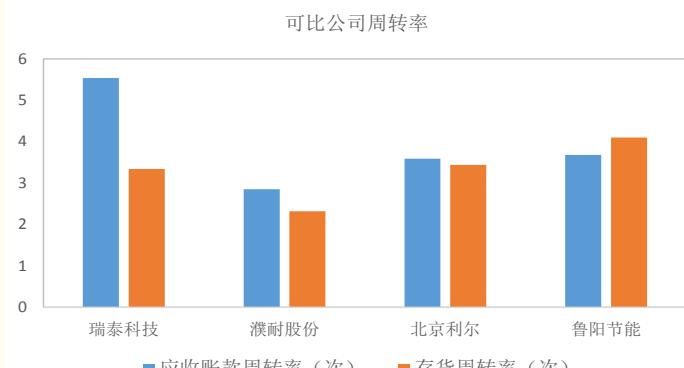
从应收账款周转率来看，由于瑞泰科技的客户主要水泥和玻璃等建材企业，回款能力强，应收账款周转率高于独立耐材企业，北京利尔和鲁阳节能则水平相当。从存货周转率来看，各家采取的原材料采购以及产品销售策略不同，因此也具备一定差异。鲁阳节能存货周转率最高，北京利尔与瑞泰科技基本持平。

图表 13：独立耐材企业盈利能力更强



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：瑞泰科技的应收账款周转率最高



来源：国金证券研究所

■ 海外行业集中度优于国内，奥镁重组吹响整合号角

自 2000 年起，全球范围内的耐火材料行业整合已经开始。目前国外行业集中度远超国内市场，如：奥地利奥镁（RHI）公司和比利时维苏威（VESUVIUS）公司在欧洲的市占率超过 60%，日本黑崎播磨公司（KROSAKI）和日本品川白炼瓦株式会社在日本的市占率达到 50%。2017 年，奥地利 RHI（奥镁集团）与巴西 Magnesita（镁格尼西塔）两大巨头的重组合并，标志着全球耐火材料行业集中度提升进入新阶段。

在合并之前，RHI 已经是全球最大的耐火材料生产商，在欧洲和北美的钢铁、水泥市场占据较大份额，年收入超过 17 亿美元；Magnesita 为世界第三大耐火材料生产商，市场主要集中在南美洲，年收入超过 10 亿美元。为应对全球耐火材料需求减缓，两大业内巨头强强联合，完善全球化布局，对自身以及行业发展均产生积极影响。

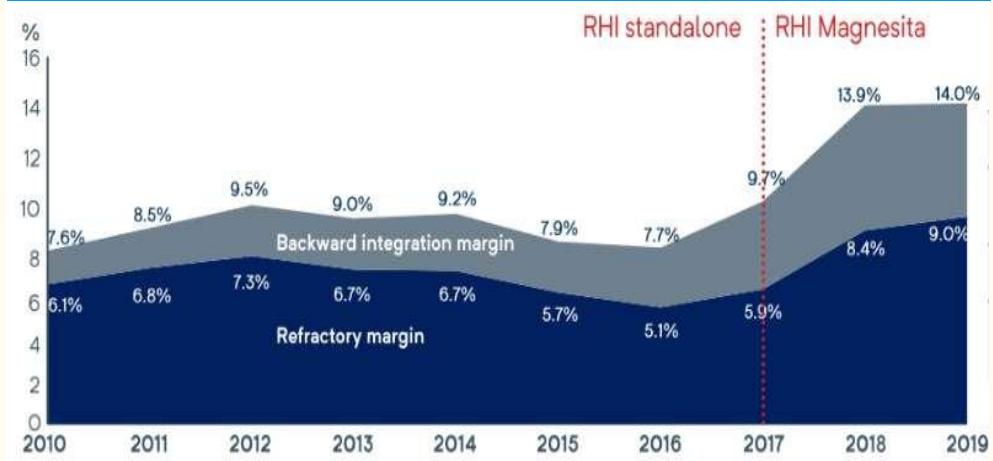
图表 15：全球第一和第三大耐材企业重组前业务情况

RHI	Magnesita
全球最大的耐火材料生产企业	全球第三大耐火材料生产企业
欧洲和北美市场最大的供应商	南美市场最大的供应商
	在北美和西欧拥有丰富的白云石资源
在全球 180 个国家拥有超过 1 万名客户	在全球 100 个国家拥有超过 1 千家客户
在全球 8 个国家拥有 32 个工厂和矿区	在全球 8 个国家拥有工厂和矿区
年收入超过 17 亿美元	年收入超过 10 亿美元
总部位于奥地利维也纳	总部位于巴西圣保罗

来源：公司网站，国金证券研究所

合并之后的 RHI Magnesita 综合实力大幅增强，全球客户超过 1 万个，可运输国家超过 180 个。全球化的布局有效提升协同效应，在扩大市场份额的同时可以更好满足客户的服务需求，增强全球竞争力。此外，整合后的原材料原料自给率提升，基本实现自给自足，进而保证产品质量、降低生产和物流成本，完善纵向一体化产业链。

图表 16：整合后的 RHI M 盈利能力大幅提升



来源：RHI M 官网，国金证券研究所

我们认为，RHI Magnesita 的成功重组，显示了耐火材料行业集中度提升是大势所趋，头部企业可通过并购实现自身实力的扩张和行业生态的优化。我国耐火材料生产企业众多，较低的行业集中度不利于行业的良性发展和企业盈利能力的提高，因此我国耐火材料行业集中度提升已迫在眉睫。

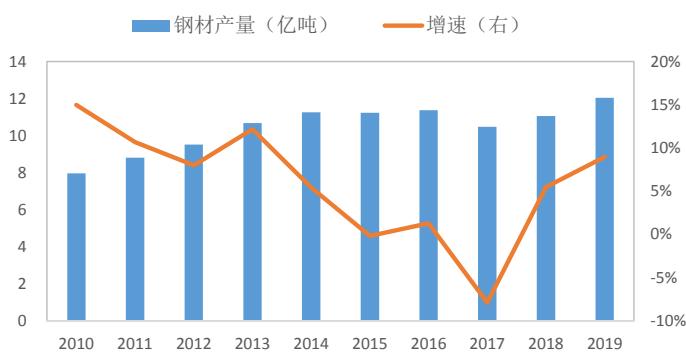
2.4 钢铁行业兼并重组将倒逼耐火材料行业整合

2019 年，中国钢材产量为 12.05 亿吨，同比增长 8.98%，产量再创历史新高。我们认为，中国钢材产量大幅增长的时代已经过去，行业发展从产量增长转为产品结构变化。由于低端产品占比高，“十三五”钢铁行业对落后产能进行淘汰，去产能的主要目标任务基本完成，合计取缔地条钢企业 700 多家，共计压减粗钢产能 1.5 亿吨以上。经过对落后产能的淘汰，我国钢铁行业集中度依然较低，未来大型企业的兼并重组将是大势所趋。

2016 年 9 月，国务院发布《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》指出，到 2025 年，中国钢铁产业前十大企业产能集中度将达 60%-70%，其中：包括 8000 万吨级的钢铁集团三至四家、4000 万吨级的钢铁集团六至八家，与部分专业化的钢铁集团。2016 年 11 月，工信部发布《钢铁工业调整升级规划（2016—2020 年）》，要求依托优势企业，实施区域整合，减少企业家数，通过减量重组，优化调整行业结构，到 2020 年，钢铁行业前十大企业的产业集中度要提高到 60%。2019 年，钢铁行业集中度仅为 36.8%，较 2015 年提升 2.6 个百分点，与既定目标相距甚远。

钢铁行业集中度的持续提升，也将加速上游耐火材料行业的整合。随着中国宝武对太钢集团收购的进行，太钢集团下属太钢耐材也将随着母公司的整合而被整合，下游的兼并重组倒逼耐材企业整合。由于大型钢铁集团对耐火材料的产品质量、服务能力要求更高，实力雄厚的耐火材料企业可获得更多发展机会，倒逼小型企业退出市场。北京利尔等行业龙头的客户一直以国内大中型钢铁企业为主，随着下游客户在兼并重组过程中产能和产量将进一步扩大，头部耐火材料企业将受益于下游行业集中度的提升。

图表 17：钢铁产量快速增长时代过去



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：中国钢铁行业集中度偏低

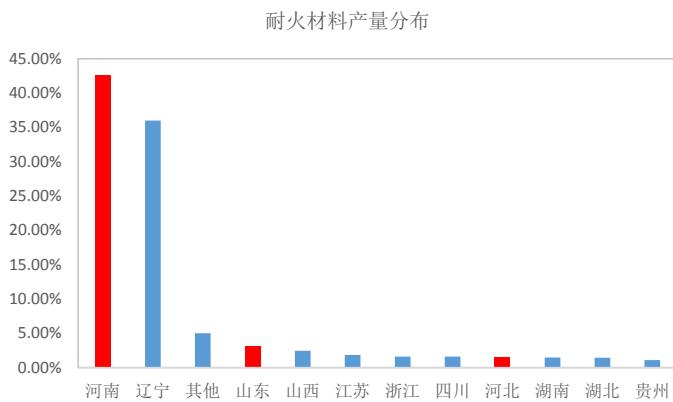


来源：Wind，国金证券研究所

2.5 环保高压将加速耐材行业低端产能出清

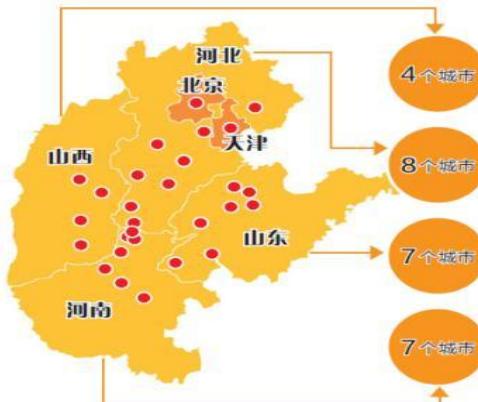
环保高压以及激烈的竞争环境也在迫使低端产能加速退出，市场逐步向规范化发展。河南省是我国最大的耐火材料生产地区，山东省位居第三，而环保要求最严格的“2+26”城市就包含：山东省的济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽，河南省的郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳。主产区严格的环保治理在生产成本和经营运行方面给予中小企业较大的生存压力，而头部企业由于生产规范，会获得更好的发展机遇。

图表 19：河南是中国最大的耐火材料省份



来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：耐材主产区均处于环境敏感的京津冀周边

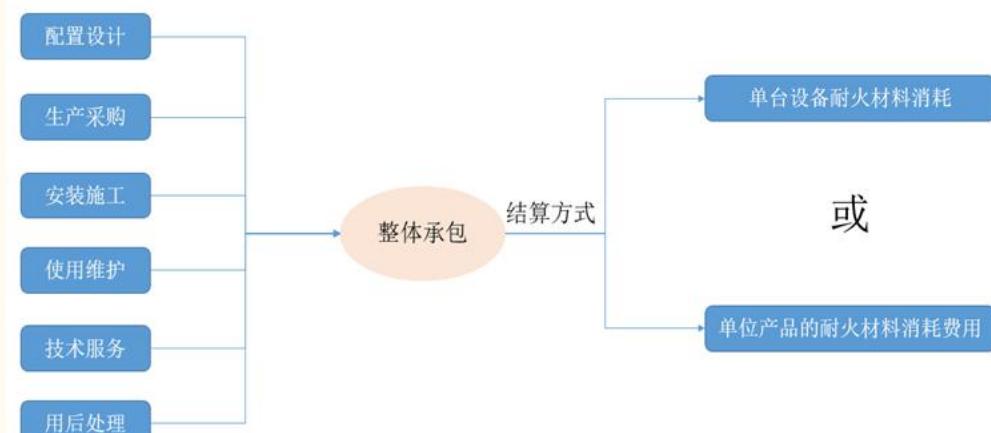


来源：新浪《京津冀大气污染传输通道城市》，国金证券研究所

3. 头部耐材企业受钢铁行业景气度变化影响有限

3.1 整包模式抵御周期波动

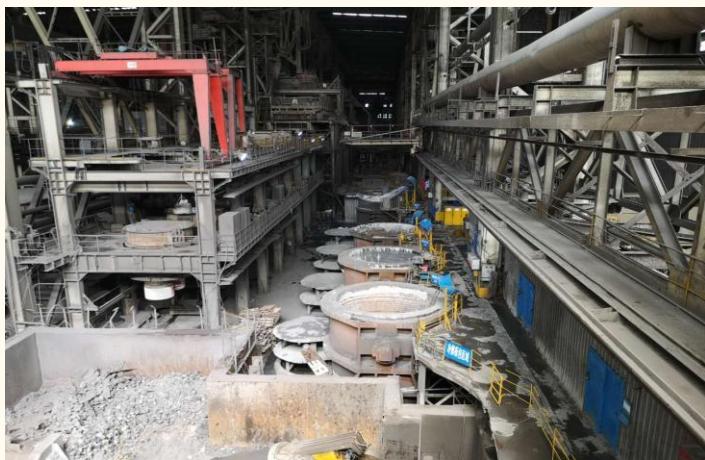
耐火材料行业的销售模式主要有两种，一种是传统的直销模式，一种是当下流行的整体承包模式。整体承包模式，是客户将其全部或部分热工装备所需耐火材料从配置设计、生产采购、安装施工、使用维护、技术服务到用后处理等整体承包给耐火材料生产供应商，耐火材料生产供应商和用户根据协议约定的单台设备耐火材料消耗或单位产品的耐火材料消耗费用进行结算的经营模式。

图表 21：整体承包模式下企业收入与耐材销量关联度降低


来源：北京利尔招股说明书，国金证券研究所

在整体承包模式下，耐火材料生产企业销售收入与产品使用结果（钢产量或使用炉次）直接相关，与产品消耗数量不直接成比例关系。因此，在确保钢厂安全生产和使用寿命的前提下，耐材企业可充分发挥自己技术优势和产品优势，根据实际情况灵活决定耐火材料的用料、用量和砌筑方法，提高耐火材料使用寿命，进而降低材料耗用成本，实现利益最大化。我们以钢包用耐材为例，钢包中的耐材有三种，即：永久层、保温层、工作层，工作层对耐火砖要求高，永久层对耐火砖要求低。通过整包模式，耐材企业针对钢包不同部位耐材寿命的差异进行选择性更换，而非直销模式下钢厂采取的全部更换，进而降低成本。

与传统的直销模式相比，整体承包模式不再是简单的耐火材料生产制造。通过整体承包服务，耐材企业与各大钢铁企业的关系由简单的供需关系跃升为战略合作伙伴关系，实现从原来简单的商品价值向服务价值延伸。这种模式下提高了耐材企业的收入规模，同时由于施工及使用过程可控，可充分发挥耐材企业的研发能力、综合配套能力及精细化施工水平，最大程度提高耐材使用寿命、最大限度降低耐材消耗。根据北京利尔 2015 年公司债募集书中披露，整体承包的毛利率较直销模式提高约 2 个百分点。

图表 22：正在现场进行更换耐材的钢包


来源：邯钢总包项目现场，国金证券研究所

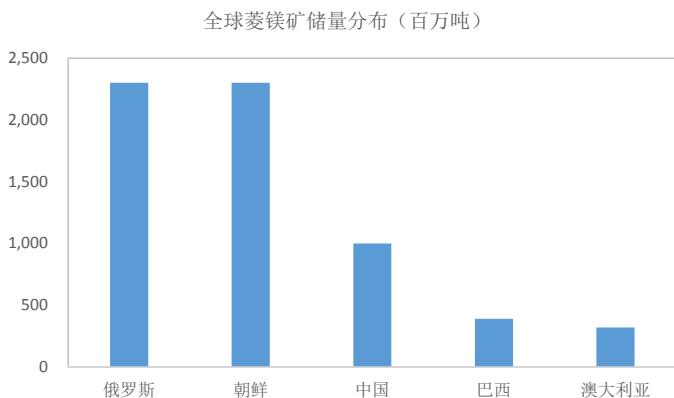
图表 23：不同位置的耐材与钢水的接触面积存在差异


来源：邯钢总包项目现场，国金证券研究所

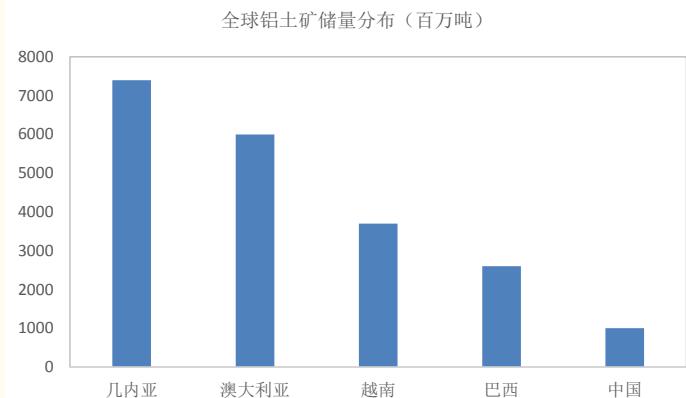
3.2 原材料价格下行减轻耐材企业成本压力

我国是耐火原料资源大国，菱镁矿、铝土矿和石墨等基础原料储量丰富，得天独厚的资源优势为我国众多中小耐火材料企业提供了生存土壤。根据美国地质调查局 (USGS) 的数据，全球菱镁矿探明储量 85 亿吨、静态消费年限 304 年，我国菱镁矿探明储量 10 亿吨、静态消费年限 53 年；全球铝土矿探明储量 300 亿吨、静态消费年限 100 年，我国铝土矿探明储量 10 亿吨、静态

消费年限 14 年。虽然我国铝土矿资源相对匮乏，但是近年的资源勘探取得了突破性进展，河南和贵州的找矿突破战略进展顺利。从地区分布来看，河南省拥有丰富的铝土矿资源，山东省石墨、粘土资源较多，是我国铝硅系耐火材料的主产区；辽宁省镁矿储量较大，是镁质耐火材料的生产基地。

图表 24：全球菱镁矿资源储量丰富


来源：USGS，国金证券研究所

图表 25：全球铝土矿资源储量丰富


来源：USGS，国金证券研究所

近年来受供给侧改革、环保治理以及矿山生态保护等因素影响，部分不达标矿山或耐火原料加工企业被迫关停、限产，原材料供给受到压制，也加剧了价格的波动。菱镁矿开采和镁砂加工属高污染、高耗能行业，一直受到辽宁地方政府的严格环保限制和政府对炸药管控影响；铝土矿属于露天开采，2017 年以来，国家对于露天矿山开采的环保整治导致铝土矿价格上涨。

随着上游矿山开采企业环保逐步规范，在原材料供给充分的背景下，耐火材料的主要的原材料菱镁矿和铝土矿价格有望回归合理区间，进而带动镁砂和氧化铝价格的回落，减轻耐火材料企业成本压力。由于钢铁行业盈利能力处于低位，在年底钢厂招标的时候存在钢厂压低耐材招标价格的情况，但是由于原材料价格也在下行中，对耐材企业盈利影响有限。

图表 26：镁砂价格持续回落


来源：Wind，国金证券研究所

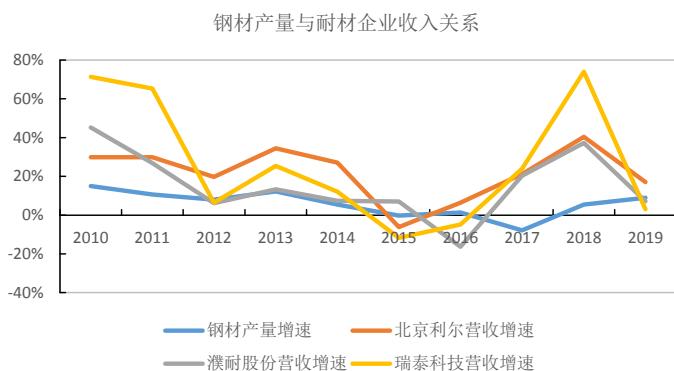
图表 27：氧化铝价格短期反弹不改下降趋势


来源：Wind，国金证券研究所

3.3 耐材企业利润与钢铁行业盈利相关性弱

整体承包模式使得耐火材料企业销售收入与钢铁客户当年产量以及上年盈利具有较强关联性。钢厂会根据前期自身盈利情况与耐材企业协商确定消耗费用单价，并以出钢量作为结算依据。通过分析历年钢材产量、钢铁行业盈利情况与耐火材料龙头上市公司的营业收入、净利润相关性，我们发现，上年钢铁行业盈利情况较好且当年钢材产量实现增长的年份，耐火材料企业的营业收入增速往往也较为可观，反之则会收到一定影响。

图表 28：耐材企业收入与钢材产量有一定相关性



来源：Wind，国金证券研究所

图表 29：耐材企业利润与钢铁行业盈利相关性弱

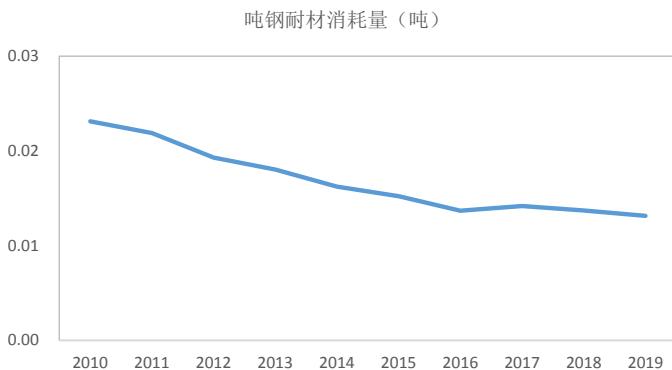


来源：Wind，国金证券研究所

由于整体承包模式占比提升，耐材可以通过整体承包模式进行成本把控，如：通过技术进步降低耐材用量来达到降成本的目的，从而增强自身盈利能力。根据我们统计，生产 1 吨钢材所消耗的耐火材料数量逐年降低，2010 年这一数据为 0.023 吨，而 2019 年已降至 0.013 吨。整体而言，头部耐火材料企业盈利情况与钢铁行业景气度的相关性没有营业收入那般紧密。

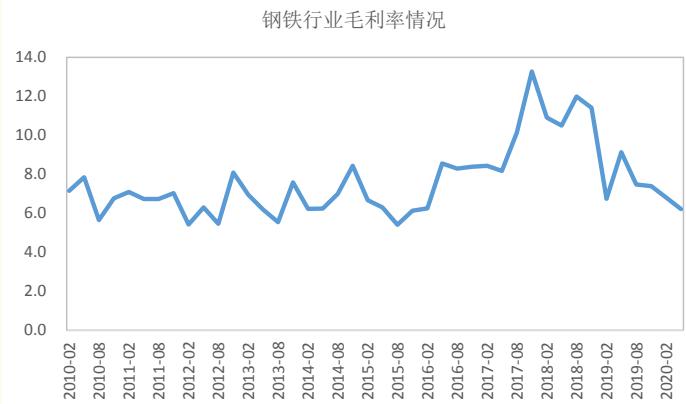
目前钢企吨钢利润及营业利润率均低位运行，同时又面临环保及产品转型升级的压力。通过整体承包模式，可为钢铁企业缩减资本开支，控制生产成本，长期低盈利有利于钢企倾向于将炼钢辅料外包，整体承包模式将成为长期趋势。

图表 30：吨钢耐材消耗量持续减少



来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：钢铁行业盈利能力下滑



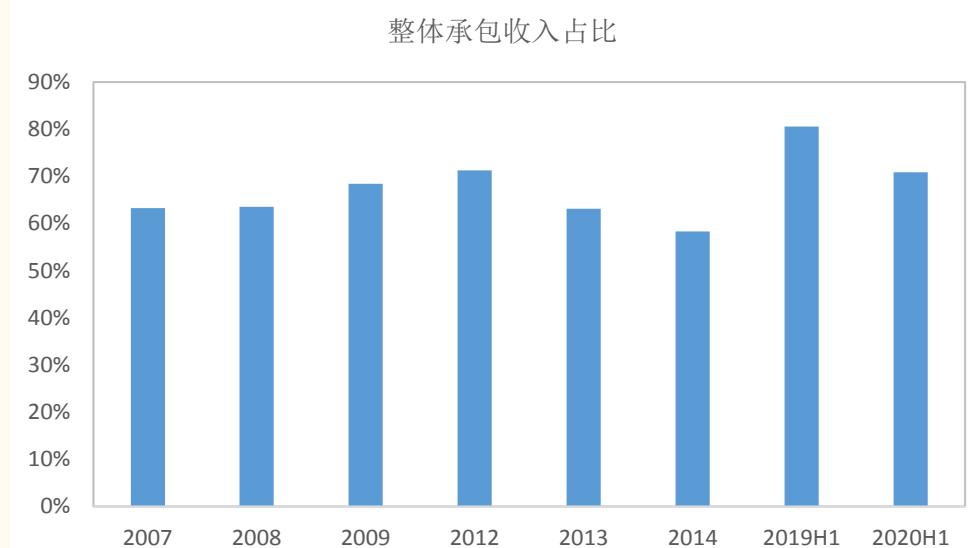
来源：Wind，国金证券研究所

4. 成长属性显现，潜力释放可期

4.1 整体承包和全产业链构成公司两大护城河

公司是国内钢铁工业用耐火材料整体承包经营模式的创立者之一，采用“全程在线服务”的整体承包经营模式。耐火材料的使用对高温工业产品质量影响很大，因此大型高温作业企业对相关耐火材料产品的选择非常谨慎，通常需要较长的验证期。公司具有规模和技术优势，在成为长期供货商后很难被挤出。此外，耐火材料企业与下游客户签订的整体承包合同一般是长期合作协议，这也成为后来者的进入壁垒。2014 年公司整体承包模式收入占比 58%，2019 年公司整体承包模式收入占比 81%，整体承包模式收入占比持续提升。

图表 32：钢铁收入占比提升导致整体承包收入占比回落



来源：公司公告，国金证券研究所

公司进行全产业链布局，通过上游资源整合并优化资源配置，为自身提供更大的利润安全边际，同时减轻下游钢铁行业景气变化给公司带来的业绩扰动。公司已打造出“矿石开采-矿石精加工-高档镁质、高铝质合成原料的生产-高档耐火材料生产和销售-客户现场施工与服务”的全产业链。

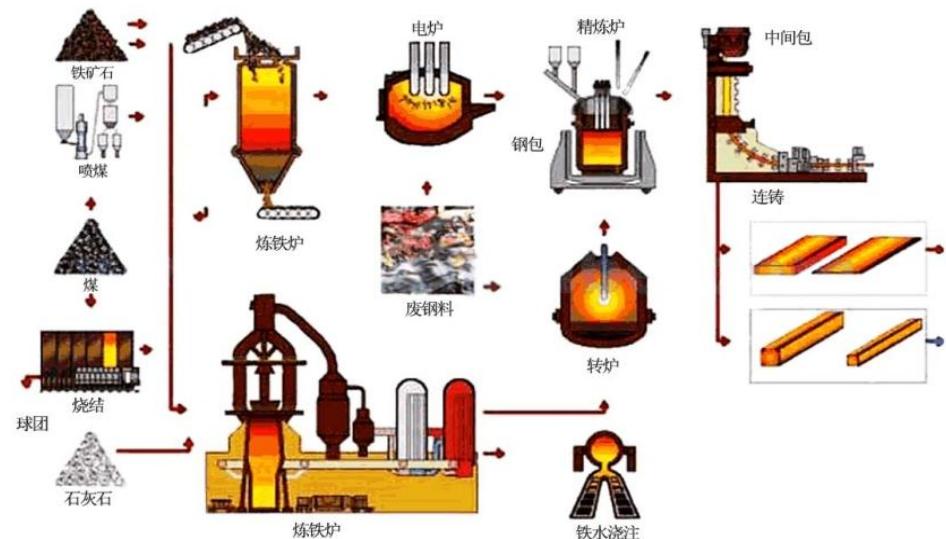
2012 年公司收购金宏矿业 100% 股权，通过并购获取上游菱镁矿资源。根据国土资源部 2012 年的储量评审报告，金宏矿业菱镁矿保有资源储量 5526.94 万吨，平均品位 46.07%，其中特级品、一级品接近 60%，整体矿石品质高，开采条件好。按照采矿证审批的 100 万吨/年矿石处理量计算，金宏矿业可开采年限约 55 年。2019 年公司在年报中提出推进“全产业链”完善工作，在完成镁质耐火材料全产业链布局后，积极考察调研铝硅质耐火原料行业，布局优质原料基地，推动铝质耐火原料项目的增扩产项目。

4.2 扩张条件成熟，已然蓄势待发

当前公司耐火材料有效产能为 65 万吨/年，规划及在建产能 10 万吨/年。在行业集中度提升的大趋势下，内生扩产或外延并购已成为必经之路。根据公司在 2019 年年报中提出的三个“一百”目标，到 2025 年，公司耐材制品产销量将达到 100 万吨。2019 年公司耐材制品产量 52 万吨、销量 59 万吨，对应未来六年的产、销量复合增速 9.2%-11.5%，我们选取 10% 作为未来三年的销量预测增速。公司目前主要的在建项目包括日照利尔 16 万吨/年（一期）项目、洛阳伊川生产基地后续项目及辽宁海城生产基地的技改项目。

根据应用的部位不同，钢厂用耐火材料可以分为钢包用耐火材料、中间包用耐火材料、高炉用耐火材料等。钢厂在不同的工段会选择 2-3 家不同的耐火材料企业，在钢厂不同的工段中，公司市占率存在提升预期。

随着下游钢铁行业的重组，钢铁行业集中度提升，单一钢铁集团下属的不同钢铁企业也存在市占率提升的可能。我们以河北钢铁集团为例，河钢集团包括唐钢、邯钢、宣钢、承钢、舞钢等企业，通过与唐钢和邯钢的合作，公司产品也可以拓展至河钢集团旗下钢铁企业中。因此，我们认为，未来单一钢厂不同工段和同一钢铁集团下属不同钢铁子公司均存在业务扩展的可能。

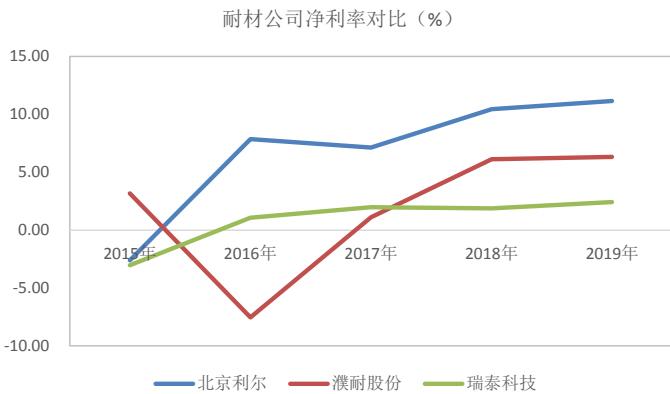
图表 33：钢铁行业生产流程包括多个工段


来源：北京利尔招股说明书，国金证券研究所

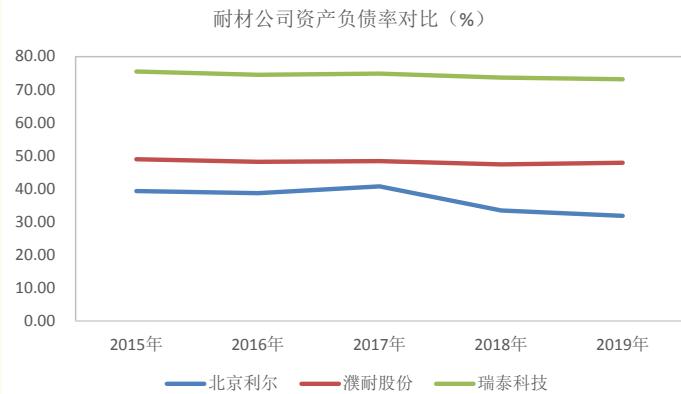
公司盈利能力较强，同时资产负债率较低，有足够的实力进行产能扩张。2019年，公司净利率为11.15%，高于濮耐股份4.8个百分点和瑞泰科技8.73个百分点；2019年，公司资产负债率为31.78%，低于濮耐股份16.03个百分点和瑞泰科技41.35个百分点。

高管团队年轻化以及首次探索员工持股或股权激励计划，反映了公司风格的转变，未来扩张意愿强烈。2018年，公司高级管理层完成更新换代，四位高级管理人员赵伟（总裁）、何枫（董事会秘书兼副总裁）、颜浩（副总裁）和郭鑫（财务总监）均为“80后”，更富有活力、冲劲以及开拓精神，实现了管理层的新老交替。

2020年5月，公司发布回购报告书，使用自筹资金以集中竞价交易方式回购公司股份，数量不低于2500万股，且不高于5000万股，将用于实施员工持股计划或股权激励。截至2020年8月31日，公司累计回购股份2068万股，占公司总股本的1.74%。公司在2019年年报提出，未来将配合完善的激励机制，为持续提升公司的综合竞争力提供源泉。

图表 34：北京利尔净利率最高


来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：北京利尔负债率最低


来源：Wind，国金证券研究所

4.3 技术实力雄厚，持续加大投入

耐火材料产品品类众多，传统粘土砖等低端产品进入门槛并不高，但是不定型耐火材料、预制件、功能耐火材料等却具有较高的技术壁垒，主要体现在配方、生产工艺、装备水平及应用技术等方面。

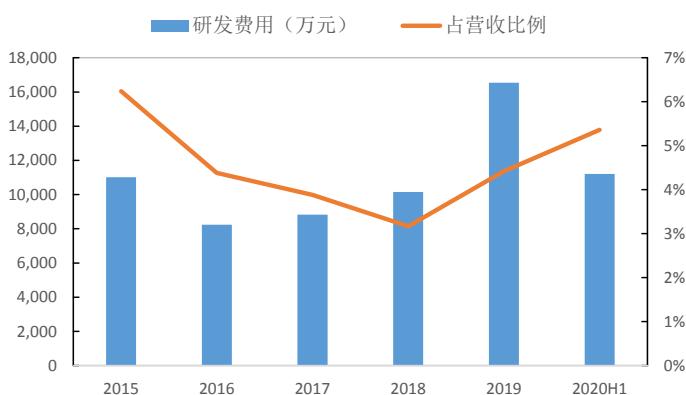
耐火材料不是均一化产品，而是定制化产品。不同的行业、企业以及生产线对于耐火材料的要求差异较大，且在整体承包模式下，客户对耐火材料供应商的产品配套、品种多样化、现场施工水平和应用技术支持等方面要求更高。此外，高温工业的发展促进耐火材料行业的技术进步和产业升级，对于耐火材料企业的持续研发能力也提出了更高要求。

公司的综合技术实力在行业内处于领先地位，具有强大的耐火材料技术研发、自主创新和检测能力。公司及子公司洛阳利尔、上海利尔、上海新泰山、马鞍山利尔、海城中兴合成、海城麦格西塔、洛阳功能和天津瑞利鑫均为“高新技术企业”。根据公司公告披露，近年来，公司每年组织实施 100 余项的新产品开发、工艺技术研究、节能降耗等科研开发项目，取得了一大批具有自主知识产权和核心技术的科技成果。截至 2019 年底，公司获得授权专利 276 项（其中发明专利 80 项），鉴定成果 50 余项，高新技术产品 58 个，新产品 110 余种，国家级、省部级各种奖项 120 余项，主持参与标准制修订 60 项。

公司研发费用支出仍在不断提升，研发人员数量大幅增加，显示公司在技术研发的投入力度不减，以期借助技术优势增强公司综合竞争力。公司对研发人员的考核标准不是仅考核配方的数量，还要考核每一个配方对成本降低的影响，考核指挥棒引导研发人员持续通过创新来降低成本。

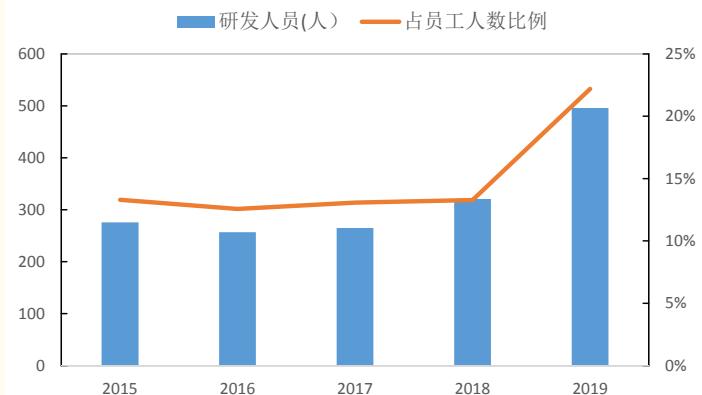
2019 年，公司研发费用支出为 1.65 亿元，同比增长 62.95%，占营收比例 4.42%；2020 年上半年为 1.12 亿元，同比增长 19.80%，占营收比例 5.36%。2019 年公司研发人员数量达到 496 位，同比增长 54.52%，占员工总数的 22.2%。

图表 36：近两年研发费用支出明显提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：2019 年研发人员大幅增长



来源：公司公告，国金证券研究所

4.4 探索新的利润增长点，且成效显著

2019 年 8 月，公司无偿受让日照瑞华新材料科技有限公司 100% 股权，开始以其为运营主体开展钼铁合金业务。由于钼铁合金与耐火材料下游客户均为钢铁企业，可以凭借公司现有渠道资源开拓钼铁合金业务。2019 年上半年，公司其他直销业务收入 9333.62 万元；2020 年上半年，公司其他直销业务已增长至 3.18 亿元，其中绝大部分收入为钼铁合金业务贡献。2020 年 6 月，公司年产 2 万吨钼合金生产线项目正式投产，未来随着钼精矿-氧化钼环节的打通，该产品的盈利能力有望提升，为公司带来业绩增量。

我国耐火原料资源丰富，国内企业在国际市场竞争中具备原料优势，并且经过国内多年的激烈竞争，服务和价格都要优于跨国企业。因此，我国耐火材料企业在加快“走出去”，海外业务规模不断壮大。2020 年受海外疫情影响，非中国粗钢产量出现下滑。未来随着海外疫情的缓解，海外市场对耐材的需求有望恢复。近两年，公司的国外业务收入增速明显高于公司整体增速，2019 年达到 2.76 亿元，同比增长 38.95%。与同为行业龙头的濮耐股份相比，公司国外业务体量偏小，2019 年濮耐股份国外业务收入高达 8.17 亿元。我们认为，对标濮耐股份，公司国外业务规模有较大提升空间。

图表 38：铜精矿价格止跌回升



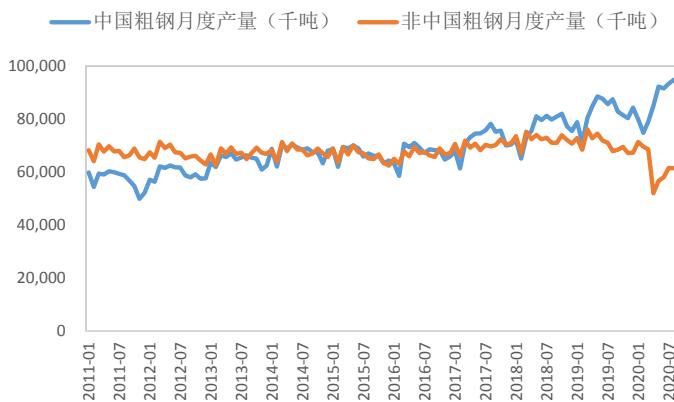
来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：钼铁价格止跌回升



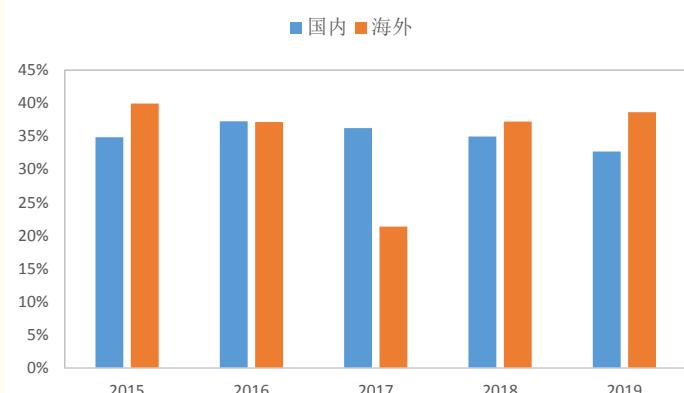
来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：疫情导致非中国粗钢产量下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：海外业务毛利率高于国内业务



来源：Wind，国金证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

■ 核心假设

- 1) 耐火材料和钼铁销量：预计 2020-2022 年公司耐火材料销量增速 10%/10%/10%；预计 2020-2022 年公司钼铁销量 1 万吨/1.5 万吨/2 万吨。
- 2) 耐火材料和钼铁价格：预计 2020-2022 年公司耐火材料销售价格变动-1%/-1%/1%；预计 2020-2022 年公司钼铁售价（含税）10 万元/10 万元/10 万元。
- 3) 耐火材料生产成本：受原材料价格下跌影响，预计 2020-2022 年公司耐火材料单位直接材料成本变动-1%/-2%/-2%，单位直接人工成本变动 2%/0%/0%，单位燃料动力与单位制造费用保持不变。
- 4) 钼铁毛利率：参考吉翔股份钼铁业务的毛利率，吉翔股份的钼铁业务与北京京尔业务模式类似，2019 年吉翔股份钼炉料（北方区）毛利率 5.2%。随着 2020 年底钼精矿-氧化钼环节的打通，公司钼铁产品毛利率有望提升，预计 2020-2022 年钼铁业务毛利率为 0.5%/5.2%/5.2%。
- 5) 销售费用率：由于新会计准则，与销售相关的部分费用计入营业成本，同时由于钼铁收入占比提升，钼铁与耐材销售渠道相同，可以利用现有渠道实现品类扩张，因此我们假设 20-22 年公司销售费用率 6%/6%/6%。

图表 42：未来三年公司主要假设参数

		2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
价格 (元)	耐火材料	3,570.06	3,511.72	4,098.04	5,120.53	5,422.48	5,368.26	5,314.57	5,367.72
	价格变动						-1%	-1%	1%
	铜铁					88,495.58	88,495.58	88,495.58	
	价格变动						0	0	
产销量 (吨)	销售量 (耐火)	477,433	513,464	533,556.34	604,196.83	593,783.75	653,162.13	718,478.34	790,326.17
	销量增速						10%	10%	10%
	生产量 (耐火)	479,327	512,543	525,007.49	553,134.36	522,144.50			
	库存量 (耐火)	83,089	82,168	73,619.14	104,754.94	100,101.55			
	销售量 (铜铁)						10,000	15,000	20,000
单位成本 (元)	直接材料	2028.90	1949.05	2343.17	2761.84	2720.85	2693.65	2639.77	2586.98
	直接人工	95.37	81.74	102.19	118.99	147.77	150.73	150.73	150.73
	燃料动力	61.34	53.73	48.35	289.40	257.36	257.36	257.36	257.36
	制造费用	210.63	211.46	253.27	262.94	245.20	245.20	245.20	245.20
	合计 (耐火+其他)	2396.25	2295.97	2746.98	3433.17	3371.19	3346.93	3293.06	3240.26
毛利率	耐火材料	36.20%	38.18%	36.81%	35.94%	37.83%	37.65%	38.04%	39.63%
	其他	6.67%	15.77%	7.32%	10.35%	4.29%	7.32%	7.32%	7.32%
	铜铁						0.50%	5.20%	5.20%
	综合	35.19%	37.27%	35.64%	35.12%	33.15%	29.17%	28.73%	28.78%

来源：公司年报，国金证券研究所

■ 营收与利润

- 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 46 亿元/53 亿元/62 亿元，同比增长 23%/16%/16%。
- 预计公司 2020-2022 年毛利率 29.17%/28.73%/28.78%，毛利率下滑主要与低毛利率的铜铁收入占比增加有关。
- 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.1 亿元/5.95 亿元/7.01 亿元，同比增长 23%/17%/18%；对应 EPS 分别为 0.43 元/0.5 元/0.59 元。

5.2 投资建议与估值

我们认为耐火材料行业集中度拐点已经出现，公司凭借着出色的盈利能力及较低的资产负债率，有望在本轮行业整合受益。我们选取海外市场最大的耐材企业 RHI M 作为可比公司，RHI M 的市盈率 (TTM) 为 17.6 倍。

北京利尔的毛利率高于 RHI M 8.61 个百分点，净利率高于 RHI M 6.06 个百分点。未来随着公司产能扩张和市占率的提升，公司估值水平有望达到 RHI M 17.6 倍 PE 水平。预计公司 2020-2022 年 EPS 0.43 元 /0.5 元/0.59 元。我们采用市盈率相对估值法，按照 2021 年 EPS 0.5 元计算，给予公司未来 6-12 个月 8.8 元 (17.6X) 的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 宏观经济下行风险：**耐火材料下游的钢铁行业与国民经济运行密切相关，经济增速下滑将带动钢铁行业景气度下行，进而导致下游需求减少。
- 原材料价格波动风险：**原材料在公司的生产成本占比超过 80%，原材料价格的上涨，将直接影响公司业绩。
- 应收账款坏账风险：**耐火材料行业由于话语权较弱，普遍存在大量应收账款。如果出现大额呆坏账，将会对公司经营产生较大压力。
- 环保、安全等不确定因素影响：**耐火材料生产过程中涉及环保、安全等因素，这些因素可能会对公司的正常生产经营产生较大影响。
- 汇率波动风险：**公司在海外有业务布局，汇率波动可能造成汇兑损失。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,288	3,197	3,742	4,591	5,346	6,212
增长率	39.7%	17.1%	22.7%	16.4%	16.2%	
主营业务成本	-1,470	-2,074	-2,502	-3,252	-3,810	-4,424
%销售收入	64.3%	64.9%	66.9%	70.8%	71.3%	71.2%
毛利	817	1,123	1,240	1,339	1,536	1,788
%销售收入	35.7%	35.1%	33.1%	29.2%	28.7%	28.8%
营业税金及附加	-20	-30	-29	-35	-41	-48
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-329	-373	-418	-275	-321	-373
%销售收入	14.4%	11.7%	11.2%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-115	-126	-140	-171	-199	-232
%销售收入	5.0%	3.9%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
研发费用	-88	-101	-165	-246	-287	-333
%销售收入	3.9%	3.2%	4.4%	5.4%	5.4%	5.4%
息税前利润(EBIT)	265	491	489	611	689	803
%销售收入	11.6%	15.4%	13.1%	13.3%	12.9%	12.9%
财务费用	-50	-45	5	3	0	9
%销售收入	2.2%	1.4%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-127	-68	-45	-29	-5	-6
公允价值变动收益	0	0	4	0	0	0
投资收益	89	37	7	0	0	0
%税前利润	46.1%	9.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	187	428	511	587	686	809
营业利润率	8.2%	13.4%	13.6%	12.8%	12.8%	13.0%
营业外收支	5	-15	-30	1	1	1
税前利润	192	413	481	589	688	810
利润率	8.4%	12.9%	12.9%	12.8%	12.9%	13.0%
所得税	-26	-79	-64	-78	-91	-107
所得税率	13.6%	19.1%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
净利润	166	334	417	511	597	703
少数股东损益	1	1	1	1	2	2
归属于母公司的净利润	164	333	416	510	595	701
净利率	7.2%	10.4%	11.1%	11.1%	11.1%	11.3%

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	318	873	723	794	930	1,081
应收账款	1,757	1,957	2,039	2,472	2,878	3,345
存货	703	712	742	794	930	1,080
其他流动资产	1,291	267	563	505	516	529
流动资产	4,070	3,809	4,067	4,565	5,254	6,034
%总资产	76.6%	73.6%	72.8%	73.1%	74.1%	75.3%
长期投资	79	82	85	85	85	85
固定资产	536	626	745	865	973	1,070
%总资产	10.1%	12.1%	13.3%	13.8%	13.7%	13.4%
无形资产	433	487	474	518	562	605
非流动资产	1,242	1,368	1,523	1,683	1,835	1,975
%总资产	23.4%	26.4%	27.2%	26.9%	25.9%	24.7%
资产总计	5,311	5,177	5,590	6,248	7,090	8,010
短期借款	250	103	50	208	155	43
应付款项	1,239	1,455	1,563	1,609	1,884	2,188
其他流动负债	112	144	136	176	197	223
流动负债	1,601	1,703	1,749	1,992	2,237	2,454
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	558	27	28	6	6	6
负债	2,159	1,730	1,777	1,999	2,243	2,460
普通股股东权益	3,149	3,440	3,804	4,240	4,834	5,535
其中：股本	1,190	1,190	1,190	1,190	1,190	1,190
未分配利润	875	1,163	1,505	2,015	2,610	3,310
少数股东权益	3	8	9	10	12	14
负债股东权益合计	5,311	5,177	5,590	6,248	7,090	8,010

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.138	0.280	0.349	0.428	0.500	0.589
每股净资产	2.645	2.889	3.196	3.561	4.061	4.649
每股经营现金净流	0.107	-0.034	0.377	0.222	0.379	0.437
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.22%	9.68%	10.93%	12.03%	12.30%	12.66%
总资产收益率	3.09%	6.43%	7.44%	8.16%	8.39%	8.75%
投入资本收益率	5.79%	11.16%	10.97%	11.89%	11.93%	12.45%
增长率						
主营业务收入增长率	21.49%	39.74%	17.06%	22.68%	16.43%	16.21%
EBIT增长率	13.67%	85.45%	-0.37%	24.93%	12.62%	16.65%
净利润增长率	10.94%	102.66%	24.87%	22.64%	16.59%	17.85%
总资产增长率	8.23%	-2.52%	7.97%	11.77%	13.46%	12.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	194.1	124.5	101.6	113.1	113.1	113.1
存货周转天数	151.8	124.5	106.0	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	63.7	63.7	105.1	82.0	82.0	82.0
固定资产周转天数	62.8	57.6	65.7	55.1	47.9	41.0
偿债能力						
净负债/股东权益	15.22%	-22.33%	-28.71%	-23.72%	-24.69%	-26.31%
EBIT利息保障倍数	5.3	11.0	-90.9	-194.7	-3,742.7	-93.7
资产负债率	40.65%	33.41%	31.78%	31.99%	31.64%	30.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH